

众生药业 (002317)

证券研究报告

2020年08月25日

上半年受疫情影响业绩同比下滑，研发稳步推进流感新药将步入三期

事件：公司发布2020年半年报，上半年实现营收7.85亿元，同比下降39.89%；归母净利润1.92亿元，同比下降36.58%；扣非归母净利润1.18亿元，同比下降60.30%。其中，Q2实现营收3.96亿元，同比下降42.83%，环比增长1.56%；归母净利润1.39亿元，同比下降21.16%，环比增长163.51%；扣非净利润0.65亿元，同比下降62.36%，环比增长21.24%。Q2业绩呈现环比改善。上半年公司因奥理德视光学、宣城眼科股权转让增加投资收益7,540.18万元。

上半年经营性现金流良好，毛利率、净利率同比略升

上半年公司经营活动产生的现金流量净额为2.95亿元，同比增长40.27%。上半年公司毛利率为62.68%，同比增加0.53pp，净利率为24.29%，同比增加0.96pp。报告期内，期间费用占比44.34%，同比增加10.14pp，其中销售费用率为31.28%，同比增加4.91pp，管理费用率为7.06%，同比增加2.82pp，财务费用率为1.43%，同比增加0.45pp，研发费用率为4.58%，同比增加1.96pp。

上半年疫情带来较为负面影响，核心产品报告期末已基本恢复正常

分板块看，上半年公司中成药产品销售额4.36亿元，占营收55.55%，同比下降40.31%；化学药销售额2.77亿元，占营收35.31%，同比下降41.07%；原料药及中间体销售额289.12万元，占营收0.37%，同比下降41.54%；中药材及中药饮片实现销售0.38亿元，占营收4.80%，同比下降24.40%；眼科医疗器械及耗材实现销售187.88万元，占营收0.24%，同比下降64.11%；眼科医疗服务实现销售0.25亿元，占营收3.21%，同比下降39.11%。受新冠肺炎疫情影响，公司抗病毒类及清热解毒类产品在疫情初期有短暂拉升。但随着全民防护意识加强、社交行为变化和疫情有效及时控制，上半年呼吸系统管线产品和抗病毒类产品销售下滑明显。同时由于疫情期间各级医疗机构除发热门诊外的科室就诊人数大幅下降，眼科及慢性疾病科室受到的影响尤为显著，公司主要产品的终端需求受到明显影响，公司下属眼科医院也曾应疫情防控要求而暂停诊疗服务，对销售带来了较为负面的影响。随着国内疫情的有效控制，各级医疗机构诊疗业务逐渐恢复，公司产品的市场销售正在逐步恢复，复方血栓通系列、脑栓通胶囊、硫糖铝口服混悬液等产品在报告期末已基本恢复正常销量。公司下半年销售有望继续迎来环比改善。

研发管线多元化布局，流感新药 ZSP1273 预计下半年启动 III 期临床

上半年公司研发投入0.65亿元，同比增长11.09%。公司新药研发管线多元化布局，涵盖了眼科、呼吸、非酒精性脂肪肝及肿瘤等治疗领域。预防和治疗甲型流感及人禽流感的一类创新药 ZSP1273 已结束 II 期临床研究入组，完成数据库清理、盲态数据审核、揭盲和统计分析，于2020年6月27日收到统计分析报告。顶线数据初步分析表明，试验获得了积极结果，支持 ZSP1273 片继续开展 III 期临床试验，预计2020年下半年启动 III 期临床研究。此外，用于治疗非酒精性脂肪肝的一类创新药 ZSP1601 已经完成 I 期临床试验并获得临床试验总结报告，用于治疗非酒精性脂肪肝患者的 Ib/IIa 期正在进行中。用于治疗非酒精性脂肪肝的一类创新药 ZSP0678 片目前正在开展 I 期临床试验，其于2019年12月提交了用于原发性胆汁性胆管炎的新适应症申请，并于2020年3月获批临床。用于治疗特发性肺纤维化的一类创新药 ZSP1603 已完成 I 期临床试验并获得临床试验总结报告。

流感新药二期临床结果积极将步入三期，看好公司创新药兑现维持“买入”评级

公司过去作为中成药企业近年来不断发展化药业务，并且较早进行创新药布局，有望转型成功。公司在呼吸、NASH、眼科、肿瘤领域皆有创新布局，流感新药 ZSP1273 二期临床试验获得了积极结果，预计今年下半年启动 III 期临床。随着公司流感新药 III 期临床大规模入组预期，未来数据发布及报产预期，有望成为中短期重要的股价催化剂；长期我们看好公司创新药兑现逻辑，有望转型成功。我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为4.01亿元(+26.20%)、4.37亿元(+8.88%)、4.74亿元(+8.50%)，维持“买入”评级。

风险提示：新药研发风险；行业政策风险；新品销售不达预期风险

投资评级

行业	医药生物/中药
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	15.53元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	814.46
流通A股股本(百万股)	713.00
A股总市值(百万元)	12,648.58
流通A股市值(百万元)	11,072.82
每股净资产(元)	5.03
资产负债率(%)	24.45
一年内最高/最低(元)	18.58/9.25

作者

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

股价走势



资料来源：

相关报告

- 《众生药业-公司点评:流感新药二期初步结果积极,看好公司未来创新兑现》2020-06-29
- 《众生药业-年报点评报告:年报一季报为阶段性影响,静待研发开花结果》2020-04-28
- 《众生药业-首次覆盖报告:中成药化药齐发展,创新药前瞻布局助腾飞》2020-02-17



财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,361.51	2,531.52	2,322.70	2,507.75	2,703.60
增长率(%)	20.23	7.20	(8.25)	7.97	7.81
EBITDA(百万元)	648.61	755.84	529.63	563.66	607.58
净利润(百万元)	435.65	317.73	400.96	436.59	473.70
增长率(%)	3.70	(27.07)	26.19	8.89	8.50
EPS(元/股)	0.53	0.39	0.49	0.54	0.58
市盈率(P/E)	29.03	39.81	31.55	28.97	26.70
市净率(P/B)	3.24	3.11	2.88	2.72	2.58
市销率(P/S)	5.36	5.00	5.45	5.04	4.68
EV/EBITDA	10.17	13.60	21.33	21.57	18.00

资料来源：天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	928.86	819.88	2,101.14	1,293.03	2,510.44
应收票据及应收账款	924.11	1,217.18	639.03	1,218.55	784.10
预付账款	216.09	89.72	147.55	145.37	162.93
存货	285.44	373.92	175.02	422.30	226.21
其他	31.01	184.97	190.32	131.27	175.78
流动资产合计	2,385.52	2,685.67	3,253.06	3,210.52	3,859.47
长期股权投资	92.87	80.62	80.62	80.62	80.62
固定资产	627.73	611.91	607.74	621.66	633.42
在建工程	29.96	11.65	42.99	73.79	74.28
无形资产	595.60	596.47	571.68	546.88	522.09
其他	1,502.10	1,506.19	1,474.11	1,463.29	1,480.31
非流动资产合计	2,848.26	2,806.83	2,777.14	2,786.25	2,790.72
资产总计	5,244.34	5,506.58	6,038.41	6,007.72	6,661.26
短期借款	466.77	549.26	452.00	478.00	470.00
应付票据及应付账款	99.55	88.92	78.64	114.50	88.47
其他	323.75	435.02	636.37	279.40	697.07
流动负债合计	890.07	1,073.20	1,167.00	871.91	1,255.54
长期借款	347.50	235.00	355.00	363.00	370.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	55.88	63.89	49.12	56.30	56.44
非流动负债合计	403.38	298.89	404.12	419.30	426.44
负债合计	1,293.46	1,372.09	1,571.13	1,291.21	1,681.98
少数股东权益	47.88	68.64	68.81	68.06	68.86
股本	814.46	814.46	814.46	814.46	814.46
资本公积	1,384.42	1,432.47	1,432.47	1,432.47	1,432.47
留存收益	3,141.47	3,346.58	3,584.02	3,833.99	4,095.96
其他	(1,437.35)	(1,527.67)	(1,432.47)	(1,432.47)	(1,432.47)
股东权益合计	3,950.88	4,134.48	4,467.28	4,716.51	4,979.28
负债和股东权益总	5,244.34	5,506.58	6,038.41	6,007.72	6,661.26

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	430.50	319.77	400.96	436.59	473.70
折旧摊销	78.52	98.87	57.61	60.07	62.55
财务费用	33.62	48.22	(3.55)	(10.19)	(16.42)
投资损失	(8.49)	(8.98)	(99.45)	(86.23)	(86.23)
营运资金变动	190.28	(493.82)	1,001.73	(1,092.29)	932.47
其它	(397.66)	287.10	(13.33)	8.21	(0.67)
经营活动现金流	326.78	251.16	1,343.97	(683.84)	1,365.40
资本支出	593.39	4.26	74.77	72.82	49.86
长期投资	60.85	(12.25)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,105.02)	(232.87)	(29.46)	(69.32)	(13.76)
投资活动现金流	(450.78)	(240.85)	45.31	3.50	36.10
债权融资	836.27	894.26	851.00	899.67	910.89
股权融资	(100.29)	(12.88)	98.75	10.19	16.42
其他	(606.69)	(999.45)	(1,057.77)	(1,037.61)	(1,111.40)
筹资活动现金流	129.29	(118.06)	(108.03)	(127.76)	(184.10)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	5.29	(107.76)	1,281.26	(808.10)	1,217.41

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,361.51	2,531.52	2,322.70	2,507.75	2,703.60
营业成本	903.94	917.45	828.19	898.27	977.78
营业税金及附加	26.37	29.21	27.87	30.09	32.44
营业费用	749.82	853.75	782.75	842.60	905.71
管理费用	100.37	123.45	113.81	112.85	121.66
研发费用	84.29	132.58	144.01	175.54	175.73
财务费用	7.12	18.66	(3.55)	(10.19)	(16.42)
资产减值损失	19.24	(41.02)	40.00	40.00	30.00
公允价值变动收益	0.00	(0.11)	(13.49)	8.96	(1.48)
投资净收益	8.49	8.98	99.45	86.23	86.23
其他	(39.09)	107.95	(171.91)	(190.39)	(169.52)
营业利润	500.95	380.61	475.57	513.78	561.45
营业外收入	2.75	1.17	1.36	1.76	1.43
营业外支出	3.74	2.90	7.84	4.83	5.19
利润总额	499.96	378.88	469.09	510.71	557.69
所得税	69.46	59.10	67.97	74.88	83.19
净利润	430.50	319.77	401.12	435.84	474.50
少数股东损益	(5.15)	2.05	0.17	(0.75)	0.81
归属于母公司净利润	435.65	317.73	400.96	436.59	473.70
每股收益(元)	0.53	0.39	0.49	0.54	0.58

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	20.23%	7.20%	-8.25%	7.97%	7.81%
营业利润	1.47%	-24.02%	24.95%	8.03%	9.28%
归属于母公司净利润	3.70%	-27.07%	26.19%	8.89%	8.50%
获利能力					
毛利率	61.72%	63.76%	64.34%	64.18%	63.83%
净利率	18.45%	12.55%	17.26%	17.41%	17.52%
ROE	11.16%	7.81%	9.12%	9.39%	9.65%
ROIC	14.52%	9.12%	10.09%	14.11%	11.15%
偿债能力					
资产负债率	24.66%	24.92%	26.02%	21.49%	25.25%
净负债率	-2.34%	1.80%	-27.98%	-8.34%	-32.12%
流动比率	2.69	2.52	2.79	3.69	3.08
速动比率	2.37	2.17	2.64	3.21	2.90
营运能力					
应收账款周转率	2.69	2.36	2.50	2.70	2.70
存货周转率	8.52	7.68	8.46	8.40	8.34
总资产周转率	0.47	0.47	0.40	0.42	0.43
每股指标(元)					
每股收益	0.53	0.39	0.49	0.54	0.58
每股经营现金流	0.40	0.31	1.65	-0.84	1.68
每股净资产	4.79	4.99	5.40	5.71	6.03
估值比率					
市盈率	29.03	39.81	31.55	28.97	26.70
市净率	3.24	3.11	2.88	2.72	2.58
EV/EBITDA	10.17	13.60	21.33	21.57	18.00
EV/EBIT	11.56	15.63	23.93	24.15	20.07

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com